

不動産税制の新たな役割について

—適正なキャピタル・ゲインの実現と市場活性化に向けて—

都市開発部 主任研究員 篠原 二三夫
fshino@nli-research.co.jp
都市開発部 研究員 岡 正規
oka@nli-research.co.jp

<要旨>

1. バブル崩壊後、右肩上がりの価格形成を続けてきた地価のトレンドは大きく変わり、土地政策の目標は地価抑制から有効利用に転換された。不動産税制も近年は徐々に緩和されてきたが土地の有効利用は思うように進んでいない。このような状況下で、不動産税制は今後どのような役割を果たしていくべきかが問われている。単に税制を緩和するという発想ではなく、不動産証券化・小口化商品などが流通し個人を含むあらゆる投資家が参加できる新たな不動産投資市場の形成を目指し、不動産税制にインセンティブという新たな役割を位置づけていく必要がある。
2. 「猫の目」税制と揶揄されてきた譲渡益課税の60年代後半からの動きをみると、地価変動とともに重課・軽課を繰り返す中で軽課措置への転換が遅れ気味であったことが指摘できよう。従来の土地税制が高水準にある地価を抑制し適性水準まで下げようとしていたことから、このような事情は理解できよう。
3. 社会経済構造変化に伴う中長期的な土地需給の緩和を前提に、97年の「新総合土地政策推進要綱」から土地政策の目標は有効利用促進に転換され、不良債権問題処理に向けた土地流動化の促進と景気回復が重要な課題となった。今年度の土地税制では地価税凍結と譲渡益課税緩和、取引税緩和等が実施され、経済団体からの税制改革要望はほぼ満額で政府に受け入れられた。不良債権処理の目途がたち、政府は景気が上向くとの観測をもちはじめたが、土地流動化の動きは鈍く、景気回復の実感もまだ乏しい。
4. 土地のキャピタル・ゲイン期待は不動産投資を促進させる大きな要因であったが、今後はそれが見込みにくいいため、不動産特有の流動性リスク、所有リスクなどが顕在化し、投資行動は慎重にならざるを得ない。このためリスク・リターン特性を切り分け小口で流動性の高い投資を可能にする不動産証券化・小口化の促進は、低迷している不動産市場におけるひとつの突破口と期待される。
5. 米国S&Lが破綻しRTCによる不良債権処分が進められたことを契機として、住宅モーゲージの証券化を応用した商業用不動産の証券化(CMBS)が一層進められることになった。CMBSでは一定条件を満たせば二重に課税されることのないREMICなどのタックス・シェルター(導管体)が用いられた。REITも法人税と配当に対する二重課税を回避できる税法上の導管体であるが、更に不動産所有者がREITに現物出資することによって、通常の譲渡に伴うキャピタル・ゲイン課税を繰り延べできる仕組み(UPREIT)をもつ。これらのインセンティブは、その後のCMBSやREIT等の急激な成長を通じ、米国不動産投資市場の再生に寄与したのである。

6. 既に制度化されていた不動産特定共同事業による小口化とともに、国内では不動産の証券化が注目され、国内SPC法やサービサー法などの法整備が行われてきた。今後、不動産投資ファンドなど個人も参加できる集団投資の仕組みが整備されたり、米国REITのように不動産証券が普通株式のように上場し流通すれば、国民の資金が良質な不動産ストックの形成を通じて自らの生活に環流する仕組みができあがる。重要なのは証券化を必要とするニーズを見極め、税制上の適正なインセンティブを付与していくことである。
7. レーガン税制改革は、日本でも広く税制のあり方について議論を生むきっかけとなり、不動産税制の役割についても新たな視点を与えてくれた。1981年改正では一般の建築物で15年という加速減価償却制度を導入し、不動産投資による税効果を最大限に高めた。一方、86年改革では税の中立化と課税ベースの拡大を進めるなかで償却期間を27.5年に拡大し、81年改正以来の償却条件による不動産投資のメリットを大きく縮減させた。しかし、それでも日本の47年よりも良いオプションであるし、社会的に重要な住宅政策の一環として、低所得者用住宅供給を推進するための税額控除策(LIHTC)を同時に導入している点にも注目する必要がある。
8. 米国不動産市場の投資動向を示す民間集合住宅着工の山谷は、81年改正によって83年から住宅着工が増えたことを除けば、キャピタル・ゲインの変化とほぼ一致している。米国の不動産税制の中心となるのは、キャピタル・ゲイン課税とそれを左右する減価償却制度の組み合わせである。
9. 日本では、賃貸住宅など一般の建物の市場価値は減価償却とともに低下するため、キャピタル・ゲインは地価上昇がなければ期待できない。逆に、米国では建物の維持管理・経営管理努力によって適正な家賃の上昇を維持し、資産価値を高めてゲインを得る。減価償却を日本に比べて加速的に行えるために、市場価値と残存簿価との差額＝ゲインは一層拡大する。加速減価償却は潤沢な資金を生むため、債務の早期返済を可能にしたり、再投資を促すことになる。不動産の証券化は証券を購入した投資家段階で課税されるため、加速減価償却によるキャッシュ・フローの増加は利回り向上に寄与する。
10. 現在、国内で加速減価償却制度などの類似した特例が与えられているのは、ベンチャービジネスなど限られた産業・設備にかかわる場合である。しかし、不動産の流動化が日本の社会経済に与える影響を考慮すると、米国のように①加速減価償却と損金の処分・移転などの特例選択のオプション、②住宅の改修・更新における一層の加速減価償却、③REIT類似制度とキャピタル・ゲイン課税の繰り延べ制度—を創設すべきである。これらは、再び地価上昇を促すための政策ではなく、不動産投資市場の形成・活性化と都市ストックの更新を促進し、日本の社会経済を変革していくための処方箋と言えよう。

<目次>

| | |
|---------------------------------|----|
| はじめに | 29 |
| I. 日本の住宅・土地税制の系譜 | |
| 1. 住宅・土地税制の変遷と現状 | 29 |
| 2. 不動産税制に期待されるインセンティブとは | 32 |
| II. 不動産市場の新たな動き～不動産証券化発展の可能性～ | |
| 1. 日本の不動産市場の変化 | 35 |
| 2. 不動産証券化におけるSPVの役割 | 35 |
| 3. 米国の不動産証券化の発展 | 37 |
| 4. 不動産証券化市場の形成と不動産税制 | 40 |
| III. 米国不動産税制からみた制度改革への示唆 | |
| 1. 米国所得税制改革と不動産税制の流れ | 41 |
| 2. 連邦キャピタル・ゲイン課税と減価償却制度の変化による影響 | 44 |
| 3. 米国不動産市場と不動産税制との関連 | 47 |
| IV. 結論：不動産税制の再構築と新たな役割について | |
| 1. 不動産事業を支えるキャピタル・ゲイン | 49 |
| 2. 本来のキャピタル・ゲインとは | 49 |
| 3. キャピタル・ゲインと不動産投資の本質を理解した米国税制 | 51 |
| 4. 不動産税制の再構築と新たな役割に関する議論に向けて | 52 |
| むすびにかえて — その他の課題と展望 | 53 |

はじめに

バブル崩壊後、右肩上がりの価格形成を続けてきた地価のトレンドは大きく変わり、これまでの土地政策の目標は地価抑制から有効利用に転換された。不動産税制⁽¹⁾も近年は徐々に緩和されてきたが、土地の有効利用は思うように進んでいない。2月25日に国土庁が発表した1月1日時点の短期地価動向調査でも一部を除いて地価は緩やかに下落を続けている。

このような状況にあって、問われているのは不動産税制の今後の役割である。土地の流動化、有効利用を進めるには、譲渡益課税の軽減や取引税の軽減・撤廃、住宅取得減税、利子控除などの緩和策を講じるという発想だけでは難しそうである。

ただ、最近では従来の不動産市場にはなかった不動産証券化・小口化商品などが登場し個人を含むあらゆる投資家が参加できる新たな不動産証券等の投資市場が芽生えつつある。この形成と不動産市場の活性化、よりダイナミックな市場経済の実現を目指すには、不動産税制にインセンティブというプラス指向の新たな役割を位置づけていく必要があるのではないか。本論はこのような問題意識のもとに構成されている。

本論では、最初に日本の土地税制・住宅税制の歴史を振り返り、それらが経済の変化の中で、どのように変わってきたのか、どのような役割を果たしてきたのかを振り返る。次に土地税制の土俵となる不動産市場、さらに不動産税制を考える上で重要な米国の不動産証券化市場の現状を把握し、胎動期にある日本の現状と比べよう。さらに、このような市場変化の中で、米国の不動産税制、特にキャピタル・ゲイン課税と減価償却制度などに着目した検討を行い、日本の税制のあり方、役割を見直す。最後に不動産市場の現状と将来を踏まえて、日本の不動産税制に求められるものは何かを、これまでの税体系にとらわれることなく論じ結びとする。

I. 日本の住宅・土地税制の系譜

1. 住宅・土地税制の変遷と現状

1949年のシャープ勧告により50年には地方自治、地方財政確保の観点から固定資産税法が施行され、戦後はじめて土地、不動産に係る近代的な税制がスタートした。その後、都市計画税、譲渡益課税など様々な不動産に係る税が制度化された。これまでの住宅・土地に関する税制は、一般的に次のように体系付けることができる(図表-1)。

1969年度の大幅な改正⁽²⁾以降、税制は住宅・土地政策の中でも大きな位置をしめ、地価高騰の

⁽¹⁾ 本論では不動産税制、住宅税制、土地税制などの表現が混在している。住宅税制、土地税制と表現した場合は、一般にそれらに固有な税制を意味する。ただ、日本の政策における伝統的な対応から、土地税制という場合は住宅税制を除く不動産税制を意味し、住宅・土地税制とした場合は不動産税制とほぼ同義である。不動産税制と表現した場合は住宅、店舗、事務所ビルなどに対する税制の総称である。

⁽²⁾ 1968年7月の税制調査会の答申「土地税制のあり方に関する答申」をうけ実質的な土地税制が始まった。

抑制や景気対策のために「猫の目税制」と揶揄されるように重課と軽課を繰り返し頻繁に改正されてきた（図表－2）。

譲渡益課税に着目して、60年代後半からの動きをみると、地価変動率がプラスの間は重課され、これがマイナスに転じると軽課される中で、軽課措置への転換は遅れ気味であったことが指摘できよう。従来の土地税制が地価を抑制し、高水準にある地価を適正水準まで下げようとしていたことが反映されたためと考えられる。

また、70年代後半から82年まで度重なる軽課が行われ、この間に地価は上昇を続けていたが、94年以降は毎年軽課が行われているにもかかわらず下落を続けている。地価と税制との関係を単純に比較することはできないが、少なくとも前者と後者におけるファンダメンタルズは大きく異なっており、後者の場合において地価下落による資産デフレをくい止めて、適正な成長に導くためには相当大胆な政策的対応が必要であることは十分うかがえよう（図表－3）。

1982年度の税制改正は、69年度の改正以来、住宅・土地税制の頻繁な改正が土地保有者の緩和期待を助長し逆に土地保有志向に拍車をかけたこと、地価は比較的安定的に推移していたこと等から「今後、長期にわたり安定的に継続しうる土地税制を確立する」との観点に立ち、再び緩和策を中心とする大幅な改正となった。

しかし、85年以降は地価高騰が進んだため土地税制は再び頻繁に重課の方向で改正されることになる。87年度には土地供給を促進するために、長期・短期の区分が10年から5年に変わり、新たに2年以内の超短期保有土地についての重課制度をとった。88年度の改正では、都心商業地に端を発した地価高騰が周辺住宅地に波及したことから、居住用財産買い替えの場合の課税特例を原則として廃止した。

1991年度の税制改正では「土地神話の打破」「土地資産の有利性の縮減」を目標に全般的な重課策がとられる。長期譲渡所得に対しては宅地供給促進の立場から税負担を軽減したが、短期譲渡所得に対してはキャピタルゲインの吸収と投機的な需要抑制のために重課を実施、同時に土地保有コストを高めるため地価税創設等が行われた。

図表－1 土地関係税制の体系

| | |
|-------|--|
| 取得 | 不動産取得税(地方税) (取得に係る)特別土地保有税(地方税) 登録免許税(国税) 印紙税(国税) 消費税(建物:4%国税、1%地方税) |
| 相続・贈与 | 相続税、贈与税 |
| 保有 | 固定資産税(地方税)、都市計画税(地方税) (保有に係る)特別土地保有税(地方税) 地価税(国税 ※当面、適用停止) |
| 譲渡 | 個人:所得税(国税)、住民税(地方税) 法人:法人税(国税)、法人住民税(地方税)、 法人事業税(地方税) |
| その他 | 事業所税(地方税)、宅地開発税 |

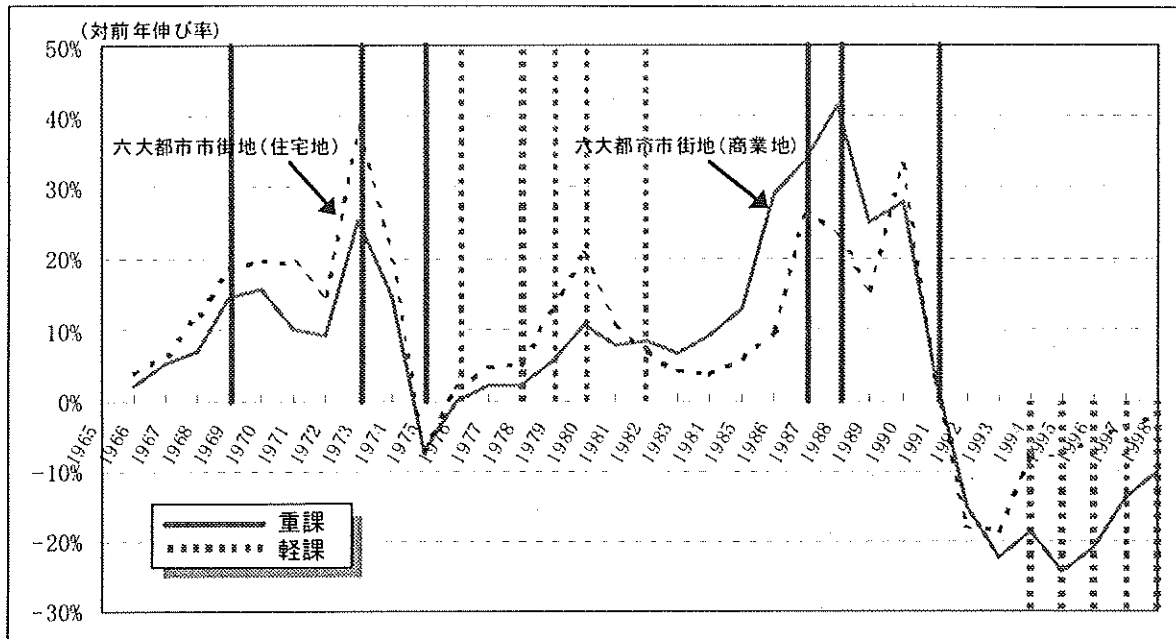
(資料) 「土地・住宅税制の要点解説」平成10年度版

図表－2 主な住宅・土地税制の変遷

| |
|--|
| 1969 年度：譲渡促進のための大幅改正 |
| 1960 年代中頃から顕著になった土地問題(特に大都市における住宅宅地供給難)の解決に向け、土地税制をはじめ活用した。 個人所有土地の譲渡を促進するため、土地譲渡の長短を区分(5 年超を長期)し、長期保有土地の譲渡促進(軽課)と短期転売防止(短期重課制度の導入)を狙った。 |
| 1973 年度：法人等の土地譲渡益重課制度の創設 |
| 69 年度改正後、個人から取得した土地を法人が投機的に留保し、宅地供給につながらなかったことから、法人等に対する土地短期転売への重課措置や特別土地保有税の創設が行われた。 |
| 1975 年度：個人の長期譲渡の大幅強化 |
| 69 年度税制改正以降、個人の土地の含み益の増大などの資産格差を軽減するため、これまでの個人長期譲渡の分離軽課措置を廃止し、4 分の 3 総合課税措置を導入された。 |
| 1979 年度：個人の優良長期譲渡の創設 |
| 75 年度改正による個人長期譲渡による重課措置は、個人からの土地譲渡を急減させ、宅地供給量の著しい低下を招いた。このため、優良な民間デベロッパーへの土地譲渡に対する個人の長期譲渡税の軽課措置が行われた。 |
| 1982 年度：長期安定的制度を目指した大改正 |
| 69 年度改正以来、度重なる土地税制の改正が土地保有者の税制緩和期待を助長し、かえって土地保有志向を強めた反省から、「長期にわたり安定的に継続し得る土地税制を確立する」との観点に立って、譲渡課税の緩和を中心に大幅な改正を実施した。 |
| 1987 年度：超短期重課制度の導入 |
| 84 年頃から始まった地価の高騰は、住宅価格の急騰、土地転がしなどを招き、投機に対する批判が強まったため、保有 2 年以内の土地転売益に対しては重課された。 一方で、土地譲渡益重課によるロックイン効果を回避するべく、長期保有の区分を 10 年から 5 年へと緩和し、長期保有土地の譲渡促進を図った。 |
| 1988 年度：居住用財産の買い替え特例の実質的廃止 |
| 居住用財産の買い替え特例は、高額物件への買換を促進させ、地価高騰を招いたとの批判から、廃止された。 |
| 1991 年度：土地税制の全面強化 |
| 85 年以降地価高騰が大きな社会問題となり、90 年の政府税調を中心に土地税制の総合的見直しの議論が高まり、「土地神話の打破」・「土地資産の有利性縮減」等の目標の下、保有・譲渡・取得の各段階にわたる課税の強化が実施された。その結果、地方税としての固定資産税とは別に、国税として地価税が導入された。 |
| 1994 年度：土地流動化促進のための改正 |
| バブルによって高騰した地価は、91 年度の土地税制の強化と不動産融資に対する総量規制などの影響により急速に沈静化した。一方で、「資産デフレの進行」を強めた。そのため、土地流動化の促進、土地有効利用推進のため、譲渡課税の軽課が行われた。 |
| 1995 年度：地価下落に対応するための改正 |
| 94 年度の固定資産税の評価替えにて、評価額が地価公示価格の 7 割まで引き上げられ、実際の地価下落とは反対に、固定資産税負担は年々増加することになった。このため、固定資産税および都市計画税の負担軽減などの改正が行われた。 |
| 1996 年度：土地流動化と景気回復のための改正 |
| 資産デフレを伴う経済の長期低迷が続く中、景気回復を確実なものとするため、地価税率の引き下げ、固定資産税などの負担軽減および法人・個人の土地譲渡の負担軽減や土地取得に伴う登録免許税・不動産取得税等の負担緩和が行われた。 |
| 1997 年度：固定資産税の負担水準均衡化と消費税率引上げに伴う住宅取得の負担緩和のための改正 |
| 固定資産税負担について、「負担水準均衡化」の観点から、戦後はじめて引下げ・据置きなどの措置がとられた。また、消費税率引上げ(97 年 4 月から)による住宅取得者の負担増を軽減するため、住宅取得促進税制や住宅取得に伴う登録免許税・不動産取得税、印紙税率の引下げが行われた。 |
| 1998 年度：土地取引の活性化や有効利用促進のための改正 |
| 近年の地価の下落や極めて厳しい経済情勢を勘案し、臨時緊急措置として、地価税の停止や個人・法人の土地譲渡益課税の更なる軽減、などの対応策が講じられた。また、投機的取引の抑制等を主眼とした法人超短期重課の廃止、土地取得借入金損金算入制限の廃止が実施された。 |

(資料)「日本の不動産業」不動産協会資料等を基に作成

図表-3 譲渡税の重課・軽課の状況



(資料) 日本不動産研究所「市街地価格指数(3月時点)」等を基に作成

2. 不動産税制に期待されるインセンティブとは

不動産税制の役割には、①地価の安定機能(投機的需要の抑制)、②(宅地などの)供給促進機能、③所得再分配機能、④資源の最適分配機能、⑤都市整備財源確保機能—などがあるとされるが、これまでの不動産税制ではこれらが必ずしも機能しておらず、高地価、負担の不公平、資産格差等を招き、土地の有効利用を阻害したものと考えられている⁽⁴⁾。特に供給促進については、土地保有税の強化と長期譲渡益課税の相対的軽課⁽⁴⁾という負のインセンティブによって行うという考え方が経済理論上も支配的であったが、実際に有効な成果が得られたという実感を持つ者はわずかであろう⁽⁵⁾。

ここ数年、経済不振の原因となる資産デフレ、不良債権問題などに対応し、税制面では様々な措置がとられてきた。社会経済構造変化に伴う中長期的な土地需給の緩和を前提とした「新総合

⁽³⁾ 「不動産学概論」田中(1993)

⁽⁴⁾ 譲渡益課税の供給に与える効果については、①課税を逃れるため土地を売らないというロックイン効果(凍結効果)、②譲渡益課税が課せられると売却収入が減少するのでより多くの土地を売るという資産効果—の二つが学説としてある。一般に土地譲渡益課税を長期・短期に分け、長期譲渡益課税を軽課、短期を重課するのはロックイン効果の緩和を意図したものである。ただし、譲渡益は実際に実現しないと課税されないため、短期重課、長期軽課は土地を長期間保有するほど延納の利益を大きくし、なるべく長く土地を所有しようというインセンティブを生むという考え方もある。

⁽⁵⁾ 紆余曲折があったものの、土地利用上の問題を除き、最終的に大きな成果があったのは、市街化区域内における宅地並課税の実施による供給増加である。真の農業経営を目指すものは生産緑地指定を受けることができたし、計画的な宅地化を行う場合は固定資産税の緩和措置が適用された。大都市圏周辺では農業経営の継続が難しくなっていたことから、正と負のインセンティブがうまく働いた結果と考えられる。

土地政策推進要綱」(97年2月10日閣議決定)によって、土地政策の目標は「地価抑制」から「土地の有効利用」へ転換された。住宅・土地に関する税制改正は土地の一層なる有効利用と流動化促進を目指すこととなった。

今年度の土地・住宅に関する税制改正では、①地価税の凍結、②特別土地保有税の見直し、③個人・個人事業者の土地譲渡益課税の見直し、④法人の土地譲渡益課税の見直し、⑤取引税の緩和、⑥1500万円特別控除の期限延長一などが実施されており、経済団体からの税制改革要望はほぼ満額で政府に受け入れられた。

さらに99年度税制改正に向けた各団体の不動産税制関連の要望をみると、大枠において従来と類似した要望が多く、かつ保有・取得・譲渡の各段階で総花的に軽減・非課税を要望するに留まっている。新たな要望として各団体は一律に住宅ローン利子控除を挙げているが、これは主に持ち家政策を前提とした税であり、賃貸住宅投資やその他の不動産投資にインセンティブを与えるわけではない。持家と借家市場の相互関係から、賃貸住宅経営にはむしろマイナスの効果を与える可能性もあろう。

ただ、「特定目的会社による特定資産の流動化に関する法律」(以下SPC法)が昨年9月に施行されたことに伴い、不動産シンジケート協議会が行ったSPC(特定目的会社)への不動産譲渡によるキャピタル・ゲインの繰り延べに関する要望は、今後の不動産投資市場の育成につながることであり大変重要である(図表-4)。

最近、都市銀行等に対する公的資金の導入などによって不良債権処理の目途が立ちはじめたこともあり、政府は景気が上向くとの観測をもちはじめた。しかし、残念ながら今のところ土地流動化の動きは鈍く、景気回復の実感はまだ乏しい。

このような状況に対応した不動産税制のインセンティブとはどのようなものであろうか。今のうちに、巨額の不良債権や土地在庫が市場に溢れている状況では、単に地価税が廃止されたり、譲渡益課税が軽減される程度では、新たな不動産投資が容易に拡大するとは考えられない。そもそも十分な利益が確保できないどころか、不動産業、建設業のように多くの実質的赤字企業を抱える産業に対する税の緩和は有効とは言えない。将来の日本経済を牽引できる事業、社会資本次世代を担う土地税制を新たに構築するには、プラス志向に基づく正のインセンティブを与えうる税制とは何かを検討していく必要がある。

図表-4 各団体の税への要望一覧(99年度改正用)

| | 経済団体連合会 | 経済同友会 | 不動産協会 | 不動産ソジケーション協議会 |
|-----|--|---|---|--|
| 取得 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅取得促進税制の時限的な拡充 住宅にかかる登録免許税、不動産取得税の減免 住宅取得に係る贈与税の特例の拡充 | <ul style="list-style-type: none"> 取得に関する税制の抜本的見直し 不動産取得税廃止 登録免許税は手数料相当額に軽減 印紙税額の軽減 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅取得促進税制の拡充 土地取引に係る流通課税の抜本的見直し | <ul style="list-style-type: none"> 土地取得借入金金利の損益通算本則復帰 住宅取得促進税制とローン利子控除との選択性導入 取得税、印紙税等非課税 |
| 保有 | <ul style="list-style-type: none"> 99年度評価替にあたっての固定資産税の負担軽減、土地評価方法の見直し | <ul style="list-style-type: none"> 保有に関する税制の抜本的見直し 都市計画税の廃止 固定資産税のあり方の抜本的見直し 特別土地保有税の廃止 | <ul style="list-style-type: none"> 固定資産税等土地・建物保有課税の抜本的見直し 特別土地保有税の抜本的見直し(廃止等) 住宅に係る固定資産税の軽減措置拡充 住宅等各種特例に係る単価要件の撤廃 | <ul style="list-style-type: none"> 土地固定資産税の実効税率0.4%以下とする制度の見直し 建物固定資産税について評価方法の見直し 地価税の廃止 |
| 譲渡 | | <ul style="list-style-type: none"> 譲渡に関する税制の抜本的見直し | <ul style="list-style-type: none"> 事業用資産の買換特例の改善 土地の譲渡所得税率の見直し 個人の不動産所得に係る損益通算制限の廃止 居住用財産の譲渡損失繰越控除制度の拡充 中古住宅各種特例の築後経過年数要件の改善 | <ul style="list-style-type: none"> 事業用資産買換特例に係る譲渡益課税の繰延率引上げ 居住用財産の買換特例要件の緩和 居住用財産の譲渡損失繰越控除制度の拡充 |
| その他 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅ローン利子所得控除制度の導入に向けた検討 土地交換を容易にする税制上の特例の創設 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅ローン利子所得控除制度の創設 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅ローン利子所得控除制度の創設 民間都市再開発推進のための税制 | <ul style="list-style-type: none"> 住宅ローン利子の所得控除制度の創設 SPCに対する不動産譲渡益課税の繰延 |

(資料)各団体資料をもとに作成

II. 不動産市場の新たな動き～不動産証券化発展の可能性～

1. 日本の不動産市場の変化

この10年の地価変動はそれほど意識されていなかった不動産市場と金融市場の関係をあらためて見直すきっかけとなった。地価上昇率は88年には対前年比で40%を超えピークに達した。その後、地価上昇のテンポがやや遅くなったが90年に再び高騰を始めたところで、91年税制改正による重課と不動産融資に対する総量規制が行われた。このため地価は急落し不動産担保融資に傾倒していた金融機関は多額の不良債権を抱えることとなった。不良債権問題は95年前後から顕在化しはじめたが有効な対策がとれぬまま先送りされ、98年頃からの金融システム不安と金融危機につながる事となった。

現在の不動産市場は、不動産のキャピタル・ロスが金融収縮を引き起こし、さらに地価の一層の下落を招くという悪循環に陥っている。このため、戦後からバブル崩壊まで続いてきた右肩上がりの不動産価格（地価、賃料など）上昇の時代はもはや過去のものである。

このため様々なリスクをうまく吸収してくれるはずであった値上がり期待は消え、投資家は不動産投資特有の様々なリスク（流動性リスク、所有リスクなど）に直面し、これまで以上に不動産投資（所有）に慎重にならざるを得なくなった。特に所有した不動産は有価証券とは異なりすぐに売却できないことから、流動性リスクは不動産投資の魅力を失わせる最大の問題と考えられるようになった。

そのような閉塞状態の不動産市場に投資資金を効率的に呼び込む手段として、不動産投資のリスクを限定かつ分散し、市場（価格）の変動に対応して迅速にポートフォリオを変更できる流動性の高い新たな仕組みが求められるようになった。この仕組みのひとつとして、不動産をリスク・リターン特性の異なる有価証券に切り分け、小口で流動性の高い投資を可能にする不動産の証券化は、低迷している不動産市場再生に向けたひとつの突破口と期待されている。既に制度化されている不動産特定共同事業法に基づく小口化商品についても出資単位が一口500万円かつ譲渡可能となったため、不動産証券化商品とともに今後の成長が見込まれる。

2. 不動産証券化におけるSPVの役割

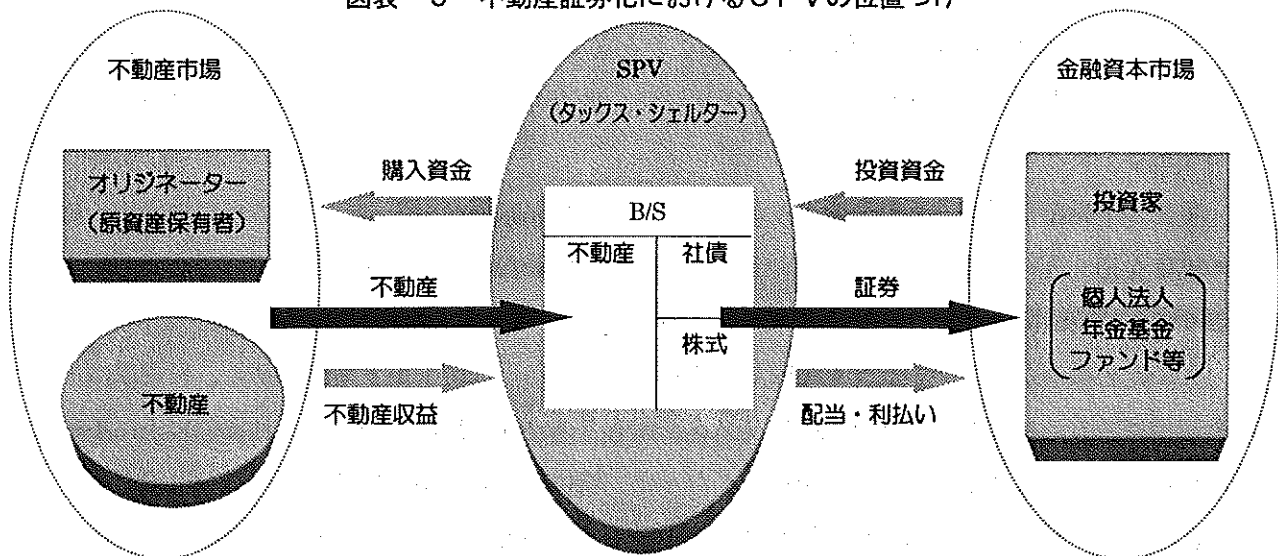
不動産証券化の仕組みは、大きく二つに分けることができる。

ひとつは、不動産などの収益資産（アセット）を基に、オリジネータ（原資産保有者）が資金調達を行う資産担保（Asset Backed Securities: ABS）型である。個人や企業、金融機関などが所有する不動産（または不動産担保貸出債権）などの資産を他の資産と区別して、特別目的会

社 (Special Purpose Company) や信託などのSPV⁽⁶⁾ (Special Purpose Vehicle) に移し、この資産から生まれる収益 (賃貸収入やキャピタル・ゲインなど) を裏付けとした有価証券 (社債、株式など) を発行して、投資家から広く直接的に資金を調達する仕組みである。

もうひとつは、いろいろな証券を発行して多数の投資家から資金を集めて不動産投資や不動産開発等を行うファンド⁽⁷⁾の型である。やはりSPVを通じて投資しやすい単位の証券を発行することで複数の投資家を募る。

図表-5 不動産証券化におけるSPVの位置づけ



いずれにおいても重要な点は、投資家への利益分配を効率的に行なうため、SPVの導管性が確保されていることである (図表-5)。導管性の条件としては、オリジネーターの破産管財人や第三者 (債権者等) が投資家の利益に反する権利を行使するリスクを回避できる「倒産隔離」が基本であるが、最大の条件は、「タックス・シェルター」としてSPVの分配前利益への法人課税と、投資家への配当・利払いなどに対する所得課税の重複、二重課税を回避できることである。日本でこのような導管機能を有したSPVには、匿名組合と任意組合、信託、さらに前述のSPC法による「特定目的会社」などがある。

米国の場合、日本の匿名組合、任意組合に類似した様々なタイプのパートナーシップ、信託などの他に、投資対象資産や発行証券の種類によってSPVが使い分けられている。例えば、投信会社の場合はRIC (Regulated Investment Company: 適格投資会社)、モーゲージ証券のためのREMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduit: 不動産担保共同投資)、ABSのため

⁽⁶⁾ 譲り受けた資産を裏付けに証券を発行するための便宜上の器(ビークル)の総称で、導管体(Conduit)とも呼ばれる。

⁽⁷⁾ 不動産の専門知識を持つプロの経営能力と投資家の資金を結びつける不動産共同投資の形態。

のFASIT (Financial Asset Securitization Investment Trust : 金融資産証券化投資信託)、不動産投資専門会社としてのREIT (Real Estate Investment Trust : 不動産投資信託) などがそれにあたる。

SPVについて日米で大きく異なる点は、日本は不動産特定共同事業法や民法など法律ごとにSPVが規定されるが、米国の場合は連邦税制上の特別法⁽⁸⁾として規定されていることである。つまり、一定の条件を満たせば税法が導管体=タックス・シェルターであることを保証するということになる。米国における不動産証券化の原点は、税法自体に不動産証券化、不動産証券投資を奨励するためインセンティブが設けられていることにある。

3. 米国の不動産証券化の発展

ここでは、米国の不動産投資市場の再生に寄与し、昨年来の金融危機も乗り越え現在も不動産証券化の中心となっているCMBS (Commercial Mortgage Backed Securities : 商業不動産担保付証券) とREITについて見てみよう。

(1) CMBS

米国の証券化ビジネスの歴史は、70年に政府抵当金庫がパス・スルー証券⁽⁹⁾としてMBS (Mortgage Backed Securities) を発行したことに始まる。公的金融機関による住宅用不動産の証券化商品が、80年代の大きな証券化市場を形成する起爆剤となった。

CMBSは、85年にオリンピア&ヨーク社がアメリカン・エクスプレスの本社ビルを担保に発行したものが最初と言われるが、商業不動産はローンの固有性・個別性の強さなどの理由から証券化に馴染まないと言われ、それ以降の発行規模はそれほど伸びなかった。当時は、商業銀行や保険会社による不動産融資が主流で、ファイナンスの手段としての注目度も低かった。

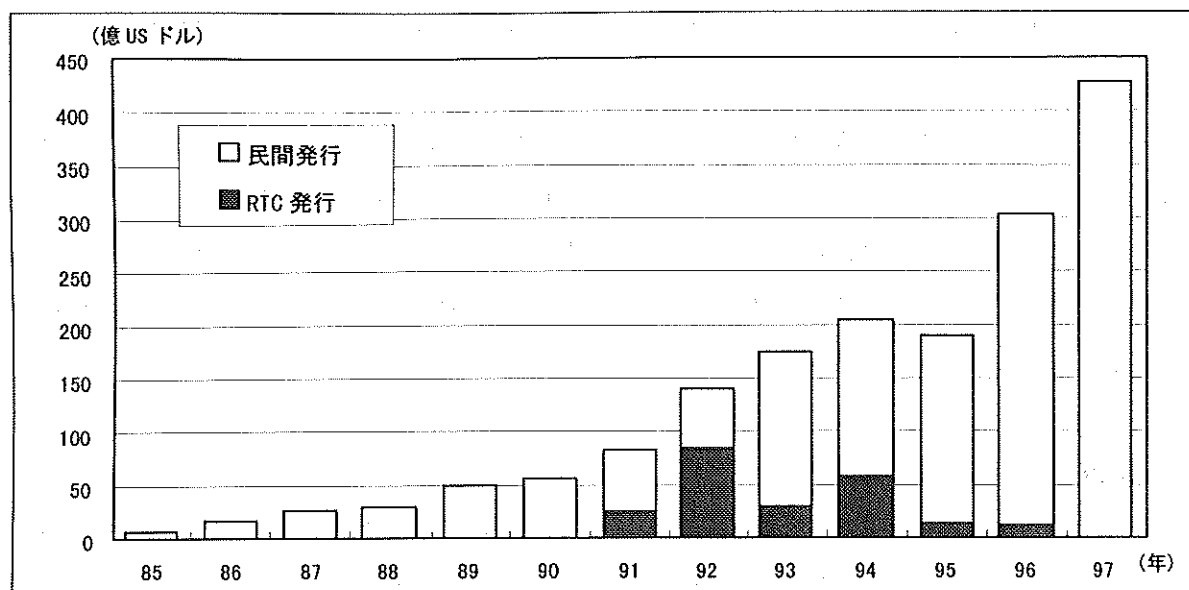
90年代に入ると、貯蓄貸付組合(S&L)の不良債権処理を目的に作られた整理信託公社(Resolution Trust Corp. : RTC、89年設立)は、接収した商業モーゲージをもとに、86年税制改革法によって新しく認められたREMIC⁽¹⁰⁾を用い、投資家のニーズに合わせた「パス・スルー」型の証券によるCMBSを発行した。91年から始まったRTCによるCMBS発行からわずか2年後の93年には民間の年間発行額がRTCを大きく上回った(図表-6)。

⁽⁸⁾ 例えば、投資会社が、内国歳入法の Sec. 851(a)、Sec. 851(b)(2)、Sec. 851(b)(3)(A)、Sec. 851(b)(3)(B)の条件を満たせば、RIC(適格投資会社)とみなされる。

⁽⁹⁾ モーゲージ・プールから償還される元利金を発行者を通じて、そのまま投資家に支払う仕組みの証券。

⁽¹⁰⁾ REMICは、満期や金利の異なる複数クラスの証券を発行することが可能。また、REMICに係る一切の所得は、REMICに対する権利の保有者に対して課税され、二重課税は当然回避される。

図表一6 CMB Sの年間発行総額の推移



(注)97年のRTC発行額は不明。

(資料) ERE Yarmouth, E&Y KENNETH LEVENTHAL 資料より

(2) REIT

REITは、不特定多数の投資家から集めた資金で会社または信託形態による不動産投資を行い、運用収益を投資家の株式持分に応じ分配する会社型投信、ファンドの一形態であり、より正確には「不動産の投資・運営に特化した税制適格会社」である。

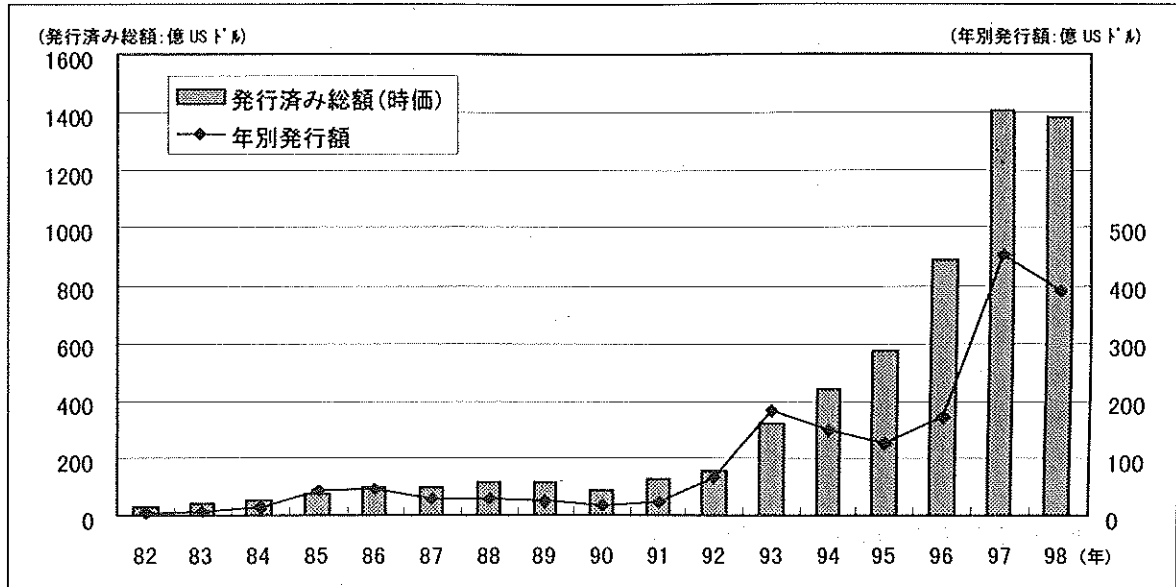
1960年の内国歳入法の改正により、大規模な不動産投資に対する小規模投資家、個人投資家の参入機会を拡大し促進するためREITが初めて市場に導入された。その後、REIT市場は2回の大きなクラッシュに見舞われたものの、今日では、投資家が配当収益や値上がり益を期待して株式同様に売買できる金融商品として個人にも広く普及しており、現在の時価発行総額は1,400億ドルにも及んでいる(図表一7)。

REITは、法人税と配当に対する二重課税を回避できる税法上のタックス・シェルターであると共に、その7割が主要証券市場に上場しており流動性も確保されている。特に93年以降に急速に市場規模が拡大しているが、これは、大量の新規株式公募(Initial Public Offering: IPO)が行われたためである。

IPOはREITが新たな優良物件を取得するために必要な資金調達手法であるが、これが盛んに行われるようになった理由は、92年に既存法の枠組み内で民間金融機関が考案したUmbrella Partnership REIT (UPREIT) という仕組みを通じて、REITに不動産を譲渡(現物出資)する場合に元の所有者が負担するキャピタル・ゲイン課税を将来に繰り延べることができるようになったためである。UPREITの仕組みは税務当局からみれば徴税上の観点から好ましくないことであろうが、米国連邦税制において、これを規制するという動きは現時点でも報告されて

いない。UPREITがREITの成長を促し一般投資家の投資意欲を高めたことから、税務当局はむしろこれを容認している可能性がある。

図表－7 上場REIT発行済み株式総額（時価）と年別発行額の推移

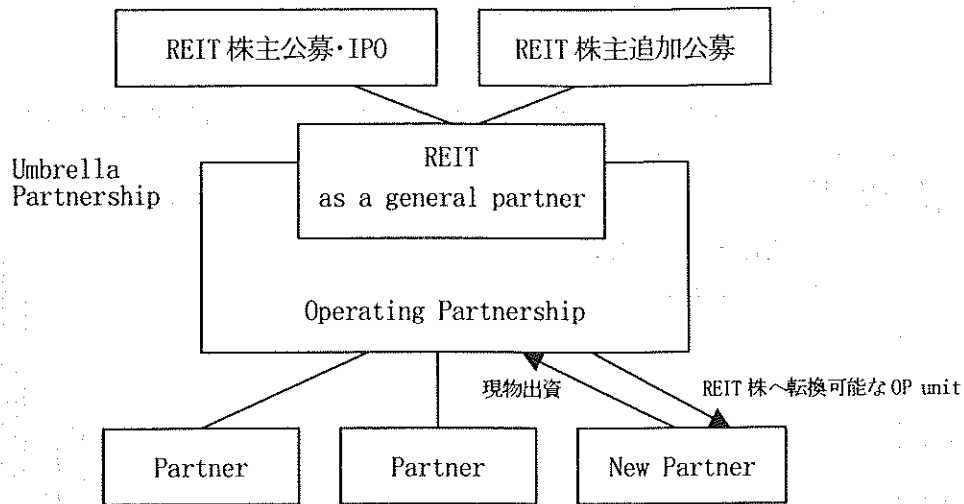


(資料) NAREIT

UPREITでは、REITの適格要件を得ようとする株式会社等が、Limited Partnership (特に、Operating Partnership:OPという)のGeneral Partnerとなるが、不動産の所有者はこのOPに不動産を現物出資し、その見返りに将来REIT普通株に1:1で転換可能な当該OPの持ち分 (unit)を受け取る。OPのunitは通常1年以上(lock-up period)経過しないと転換できないが、その後、OPがIPOを行うことによる株価上昇によって生じるキャピタル・ゲイン分に対する課税も繰り延べられる(図表-8)。

現物出資者は、①自らの判断でキャピタル・ゲインへの課税時期を調整できること、②REIT組成により株式を公募(IPO)して資金を集め現物出資した物件の債務に充当できるため、所有するunitと株式との交換価値を高めることができる。

図表-8 UPREITの仕組み



(資料)NAREIT

4. 不動産証券化市場の形成と不動産税制

現在の複合的な不況の中で不動産価格の上昇を期待することは現実的ではなく、経済の再生には新たな資金循環を生み出すシステムが求められている。不動産投資ファンドなど個人も参加できる集団的投資の仕組みが整備されたり、米国のREITのように不動産証券が普通株式のように上場し流通すれば、国民の資金が良質な不動産ストックの形成を通じて自らの生活の豊かさに還流する仕組みができ上がることになる。不動産の証券化は、不動産投資市場の形成と新たな資金を市場に呼び込む手段として重要な仕組みである。

日本でも不動産証券化の普及に向けて、SPC法、サービサー法などの法整備が進められ、情報開示の一般的なガイドラインが取り決められたり、不動産賃料インデックスの開発なども行われるようになった。さらにセカンダリー・マーケットの創設といった議論も盛んになってきている。しかし、不動産の証券化事例は期待するほど増えていない。その大きな要因として、日本の不動産税制は不動産の証券化あるいは不動産投資の観点から十分なインセンティブを持っていないという点を指摘したい。不動産の証券化に必要なタックスシェルター自体が税法で規定されている米国と異なり、日本ではSPC法に基づく特定目的会社を様々な形の不動産事業に適用しようとする度に税務当局の判断を仰ぐ必要が生じているという。

日本において不動産の証券化を推進していくためには、資金調達や不動産所有リスクの回避（オフバランス化）など証券化を必要とするニーズを見極め、そのニーズに対して供給サイド（資産保有者など）および需要サイド（投資家）にとって好ましい税制上のインセンティブを考慮していくことが重要と考えられる。従来の住宅・土地税制という枠組みのみではなく、不動産証券化に対応した新たな不動産税制の構築が求められている。

Ⅲ. 米国不動産税制からみた制度改革への示唆

日本における不動産税制の役割を考えていく上で、米国の不動産市場と不動産税制について分析してみよう。

80年代前半からの米国における不動産市場の成長と同後半における衰退、さらに90年代後半からの不動産証券化市場の急速な成長は、デモグラフィック・パターンの推移や景気による不動産市場の需給サイクルが影響しているものの、レーガン政権による二度にわたる税制改正の影響を強く受けている。これらの税制改革の特徴は日本でも既に紹介され⁽¹⁾、税制体系のあり方について広く議論を呼び起こし、日本の税制論議にはない新たな視点を提供してくれた。以下では、これらの税制改正におけるキャピタル・ゲイン課税などの所得税制の流れと不動産市場との関係をもう一度振り返りながら、日本の不動産市場活性化のためにどのような税制改正の手段があるのかを検討してみよう。

なお、米国にはもちろん日本の固定資産税に相当する不動産税 (Property Tax)、あるいは不動産取引税や登録税がある。本来はこれが不動産市場に与える影響も検討する必要があるが、これらは州・市税であり、各州によって制度は均一ではない。したがって、ここでは連邦キャピタル・ゲイン課税および関連税制・会計制度に焦点を当てて検討を行った。

1. 米国所得税制改革と不動産税制の流れ

(1) 第1次レーガン政権による経済再建税法 (1981年)

1981年経済再建税法 (Economic Recovery Tax Act : ERTA) によって、通常所得の最高税率は70%から50%まで縮小され、同時に長期キャピタル・ゲイン課税の最高税率もそれ以前の25%から20%まで縮小されることとなった。この改正の大きな特徴は、耐用年数が25年以上の償却可能資産を15年、175%の定率法もしくは定額法によるスケジュールで償却できる新たな加速減価償却制度 (Accelerated Cost Recovery System: ACRS) を導入したことである。

しかも、このACRSのもとで生じた損金は現在価値に置き換えて、累進法人税制のなかで例えば最大課税率の適用を避け一段下の課税率の適用を受けることによって節税メリットを享受しようとする投資家に売却することができた。このため一定の条件下では、ビルや賃貸住宅を建てさえすれば後述のように税引き後の採算確保ができたことから、不況にもかかわらず新規建設着工が83年から大幅に拡大した。

さらに①障害者の場合、自己の住宅を売却してから2年間まではその売却収入をキャピタル・ゲインとみなさない②55歳以上の高齢者が自己居住住宅を売却し得られたキャピタル・ゲインか

⁽¹⁾ 税制調査会編 (1986) 参照。

ら、一生に一回に限り最大 12.5 万ドルを控除できるなどの施策がとられ、住宅着工が拡大した経緯がある⁽¹²⁾。

(2) 第 2 次レーガン政権による税制改革法 (1986 年)

しかし、大幅な税制緩和を通じて経済再建を図り税収を確保し、累積した財政赤字を縮減しようという 81 年改正の試みは思うように進まず、財政赤字はむしろ拡大したことから、再選にこぎつけたレーガン政権は 86 年に新たな税制改革法を実施せざるを得なくなる。

この税制改革法の特徴は、所得税について課税ベースを拡大する代わりに、従来 11~50%まで 14 段階あった税率を 15%と 28%の 2 段階に引き下げ、税率をフラット化したことである。これによって最高税率も引き下げられ、高額所得者優遇という批判を受けることとなったが、投資物件の選択の際に考慮される税制上の優遇などへの傾斜が排除されることとなり、税制の中立化・簡素化が進められることとなった。この税制改革実施の目標は高梨 (1994) によると以下のとおりである。現在の日本の税制改革は基本的にこの方向にある。

- ① 済的中立性の確保：個人や企業が行う経済行動に対して税制が干渉しないこと。個人が行う貯蓄や消費、労働と余暇、消費パターン、労働機会などの選択において、その意思決定を税制が歪めてはならない。すべての源泉からの所得が公平に課税されること。
- ② 税率の大幅引き下げ：税率が高い状況下においてはより多くの税が経済的選択を干渉するようになる。課税ベースからのいかなる免除であっても、低税率の場合より高税率の場合の方がより価値があり、その結果、高税率の場合の特定活動に対する政治的圧力がより多く働く。タックス・シェルターは高税率の場合により重要なものとなる。つまり、租税政策の重要な目標は、税率をできるだけ低く保つことであり、広く浅く課税した方がより中立的で、より簡素、より平等になるということである。
- ③ 等しい者に対する等しい扱い：異なる経済状況にある人びとの間での租税負担配分 (垂直的配分) の公平だけではなく、等しい経済状況にある人びとは等しい税負担を負うべきであるという考え方 (水平的配分の公平) が守られる必要がある。後者は合意しやすいが、公平であることの定義は曖昧である。所得、消費、効用のいずれが等しいのか。経済状況を測定する時間単位は一定か、長期か短期か、生涯なのかという違いもある。結局、水平的公平が維持されなければ、垂直的公平も成り立たない。
- ④ 税制の簡素化、経済成長の確保、増進など
キャピタル・ゲイン課税関係では控除項目を撤廃すると同時に通常所得の限界税率を下げている。1987 年までキャピタル・ゲイン課税の最高税率は 20%であったが、87 年以降については分

⁽¹²⁾ 現時点では 1997 年改正によって、売却か交換の 5 年前から合計で 2 年以上所有し居住している住居の場合、単身と申告した場合は 25 万ドル、結婚しているか共同で申告する場合は 50 万ドルを所得 (売却収入 - 購入額) から控除することが認められる。この条件は年齢に関係なく適用され、1 回以上何回でも適用できる。

離課税が廃止され、限界税率は最高所得層に課される通常所得の税率と同一の 28%となった。ただし、いろいろな控除が撤廃されたことから、最高所得層の一段下の納税者に適用される通常所得と譲渡益に対する実効限界税率が最も高く 33%となっている。

キャピタル・ゲインからの控除が認められなくなったため、短期であれ長期であれ純ゲインには同じ税率が適用されるようになり、長期所有を決定する所有期間は意味を持たなくなった。この変更は、長期所有にするためにキャピタル・ゲインの実現を遅らせるインセンティブを失わせるとともに、短期所有にすることによってキャピタル・ロスを実現させるインセンティブをも失わせることとなった。

さらに居住用不動産への投資を含め、不動産投資全般において旧 ACRS が有していた税制上メリットを大幅に縮減する新 ACRS が導入された。旧 ACRS によって発生した過剰供給によって不動産需給は緩和していたが、キャピタル・ゲイン課税重課のアナウンスメント効果により急激に不動産が売りに出され需給が一層緩和したこと、新 ACRS を含む 86 年税制改革が進められ新たな投資は止まってしまった。このため不動産市場はクラッシュし、商業不動産融資に手を広げていた S & L などが破綻に追い込まれた。その後、不動産市場は 90 年代中頃まで低迷を続けることとなる。

賃貸住宅の投資家の場合でも、27.5 年の耐用年数を持つ資産に定額方式の減価償却だけが認められることとなり⁽¹³⁾、一回の投資で発生するキャピタル・ロスをその他の源泉からの所得と相殺することのできる範囲は厳しく制限されることとなった。しかし、日本の賃貸住宅の減価償却上の耐用年数は従来鉄筋コンクリートづくりで 60 年であったし、現行でも 47 年であることから、米国における 27.5 年の耐用年数はまだ条件の良いオプションと言えよう。

一方、低所得者用の住宅供給に与える影響を懸念し、新たに低所得者住宅用税額控除制度 (Low Income Housing Tax Credit: LIHTC) が 1989 年に設けられ、低所得者用の住宅を一定条件で含める新規開発事業に対しては後述のように 10 年間に渡り 9% の税額控除が認められることとなった⁽¹⁴⁾。なお、86 年改革でも 81 年改正による買換特例がそのまま維持されている。

⁽¹³⁾ 非居住用不動産の償却期間は 31.5 年となった。マンハッタン等でアパート開発事業あるいはファンドビジネスを行っている Sterling Equities, Inc. や Ross Associates, Inc. などへのインタビューによると、日本のかつての賃貸住宅 (鉄筋コンクリート構造等) の償却期間である 60 年、あるいは現行の 47 年は理解に苦しむ数字であるし、現行の 27.5 年でも満足できないとのことであった。投資用不動産の減価償却に対し、損金というネガティブな発想しかなかった日本と、損金を転じて利益とする米国不動産投資の基本的な姿勢の違いが印象深い。

⁽¹⁴⁾ LIHTC を受けるための開発要件は、全戸数のうち、少なくとも 20% を当該地域における所得中位値 50% 以下の世帯に、あるいは 40% を所得中位値 60% 以下の世帯に確保することである。

2. 連邦キャピタル・ゲイン課税と減価償却制度の変化による影響

レーガン税制が不動産市場にどのような影響を与えたか、特にキャピタル・ゲイン課税の変化、新旧ACRSの減価償却制度の違いに着目し、一定の条件を与えて、その税効果を試算してみよう。ここでは①81年改正前の条件、②81年改正後86年改革前までの条件、③86年改革後の条件などによる効果を比べてみることにする。さらにLIHTCについても検討を加える。なお、以降の試算はCase (1993)に基づく。

予め設定する共通条件は以下の通りである。

- ・投資額、投資期間 : 1万ドル、7年 (LIHTCは10年)
- ・投資対象 : 低所得者用賃貸住宅事業
- ・事業価値 : 事業自体は7年目末に初期投資価格で売却できるものとする
(減価償却による残存簿価ではなく、建物のキャピタル・ゲインが望める米国では当初の価値＝市場価格で売却可能とする)
- ・キャピタル・ゲイン課税 : 定額方式を超過する減価償却分だけが売却時点で通常所得として課税されるが、ここでは売却時点の価格から残存価値を差し引いた部分は全額キャピタル・ゲイン課税の対象と仮定する。
- ・割引率 : 各年の減価償却を現在価値にするための割引率は15%とする。
これはマサチューセッツ州における税引き後の内部収益率に基づくもので投資家は相当なリスクプレミアムを見ていると仮定。
- ・損金の売却 : 減価償却(損金)の現在価値は、Limited Partnership (LPs) が当該限界購入者の限界税率で購入するものとする。

(1) 81年改正前の税効果

1981年改正以前の場合、減価償却は40年200%の定率法⁽¹⁵⁾で行うことができる。つまり、毎年5%ずつ残存価値に対して償却することになる。70年代における最高限界税率は70%であったので、LPsは70%の最高限界税率を課せられるものと仮定する。ただし、議会予算事務局の70年代中頃における推定では、このようなタックス・シェルターの需要は70%よりも50%の累進税率に属するものが多かったようである。キャピタル・ゲインからの控除は最大60%である。図表-9のように、81年改正前の税効果を現在価値で見ると、1万ドルに対して70%の限界税率の場合で915ドル、50%の一般推定値でも654ドルに達している。つまり、1千万ドルの事業では税効果等で単純に65万ドルもの収入を確保したこととなる。

⁽¹⁵⁾ 40年200%の定率法とは、定額法による償却率の2倍の償却率(例えば、耐用年数40年の場合は、 $1 \div 40 \text{年} \times 200\% = 5\%$)をその等価額に掛けて償却費を計算する方法であり、double declining balance methodとも呼ばれている。

図表-9 1981年改正前の税効果

| 年度末 | 残存価額 | 減価償却額 | 現在価値 (r=0.15) |
|--------------|--------|--------|---------------------|
| 1 | 10,000 | 500.00 | 434.78 |
| 2 | 9,500 | 475.00 | 359.17 |
| 3 | 9,025 | 451.25 | 296.71 |
| 4 | 8,574 | 428.69 | 245.10 |
| 5 | 8,145 | 407.25 | 202.48 |
| 6 | 7,737 | 386.89 | 167.26 |
| 7 | 7,351 | | 1,705.50 |
| キャピタル・ゲイン: | | | -398.34 |
| 2,649 x 0.40 | | | |
| | | | 1,307.16x0.70=\$915 |
| | | | 1,307.16x0.50=\$654 |

(2) 81年改正後86年改革前までの税効果

1981年の改正で旧ACRSが導入された。減価償却は15年200%の定率法で行うものとする。つまり、毎年13.3%ずつ残存価値に対して償却することになる。改正により、LPsは50%の最高限界税率が課せられるものとする。キャピタル・ゲインからの控除は最大60%である。

図表-10 1981年改正後86年改革前までの税効果

| 年度末 | 残存価額 | 減価償却額 | 現在価値 (r=0.15) |
|--------------|--------|----------|-----------------------|
| 1 | 10,000 | 1,333.33 | 1,159.41 |
| 2 | 8,666 | 1,155.55 | 873.76 |
| 3 | 7,511 | 1,001.48 | 658.49 |
| 4 | 6,510 | 867.95 | 496.25 |
| 5 | 5,642 | 752.22 | 373.99 |
| 6 | 4,889 | 651.93 | 281.85 |
| 7 | 4,238 | | 3,843.75 |
| キャピタル・ゲイン: | | | -866.46 |
| 5,762 x 0.40 | | | |
| | | | 2,977.30x0.50=\$1,488 |

この81年改正によって、1万ドル当たりの税効果は15%弱の1,488ドルに達することとなったわけである。1千万ドルの投資では150万ドルに相当する。この税効果は通常LPsを通じて、損失を求める投資家に売却されていた。この事業例は低所得者用賃貸住宅であるが、低所得者に限らぬ一般の賃貸住宅やオフィスなどの不動産についても15年175%の定率法という好条件が適用された。実際に制度適用が開始された82年時点はまだ不況が続いており、投資家は様子見の状況にあったが、83年から85年にかけて一挙に開発ブームがスタートしたのは至極当然と思われる試算結果である。

(3) 86年改革後の税効果

1986年の税制改革では先に述べたようにまずキャピタル・ゲインの分離課税が廃止され、通常所得として課税されることになった。次に償却期間は27.5年まで延長され、最高課税率は50%から33%に下げられた。この結果、図表-11のとおり、税効果はわずか183ドルに低下したのである。しかも、法改正によって、LPsのパートナーはその他の通常所得とこの損金を通算することができなくなった。

図表-11 1986年改革後の税効果

| 年度末 | 残存価額 | 減価償却額 | 現在価値 (r=0.15) |
|-----|------------|--------|-------------------|
| 1 | 10,000 | 363.64 | 316.21 |
| 2 | 9,636 | 363.64 | 274.96 |
| 3 | 9,273 | 363.64 | 239.10 |
| 4 | 8,909 | 363.64 | 207.91 |
| 5 | 8,545 | 363.64 | 180.79 |
| 6 | 8,182 | 363.64 | 157.21 |
| 7 | 7,818 | | 1,376.18 |
| | キャピタル・ゲイン: | | -820.22 |
| | 2,182.82 | | |
| | | | 555.95x0.33=\$183 |

(4) LIHTCの税効果

1989年に設けられたLIHTCは時限立法によるものであったが、何回かの期限延長と制度改革が行われ、93年のクリントン政権の誕生とともに恒常的な制度へ改編された。

この制度では、連邦政府の補助等を受けない低所得者用住居を含めた住宅建設を新規に行った場合、建設コストに対し、年間約9%の税額控除が10年間与えられる。連邦政府の補助があった場合あるいは州・地方免税債によって資金調達された資金による新規建設の場合および既存の賃貸住宅を購入した場合は、その建設もしくは取得コストに対し年間約4%の税額控除が10年間与えられる。

それぞれのケースについて単純に試算してみると、9%の場合は1万ドルの投資に対する税額控除の現在価値は減価償却分を含めて5,378ドル、4%の場合は2,492ドルに達する(図表-12)。しかも、LIHTCの場合はメリットを求める投資家に税額控除分をLPsを通じて売却し、開発資金に充当することが可能であり、低所得者用の住居建設を採算ベースで展開することができるようになる。

図表-12 LIHTCの税効果

| 年度末 | 税額控除 | 現在価値 (r=0.15) | 税額控除 | 現在価値 (r=0.15) |
|-----|------|-------------------|------|-------------------|
| 1 | 900 | 900.00 | 400 | 400.00 |
| 2 | 900 | 782.61 | 400 | 347.83 |
| 3 | 900 | 680.53 | 400 | 302.46 |
| 4 | 900 | 591.76 | 400 | 263.01 |
| 5 | 900 | 514.58 | 400 | 228.70 |
| 6 | 900 | 447.46 | 400 | 198.87 |
| 7 | 900 | 389.09 | 400 | 172.93 |
| 8 | 900 | 338.34 | 400 | 150.37 |
| 9 | 900 | 294.21 | 400 | 130.76 |
| 10 | 900 | 255.83 | 400 | 113.70 |
| | | 5,194.41 | | 2,308.63 |
| | | 183.46 | | 183.46 |
| | | <u>\$5,377.88</u> | | <u>\$2,492.09</u> |

3. 米国不動産市場と不動産税制との関連

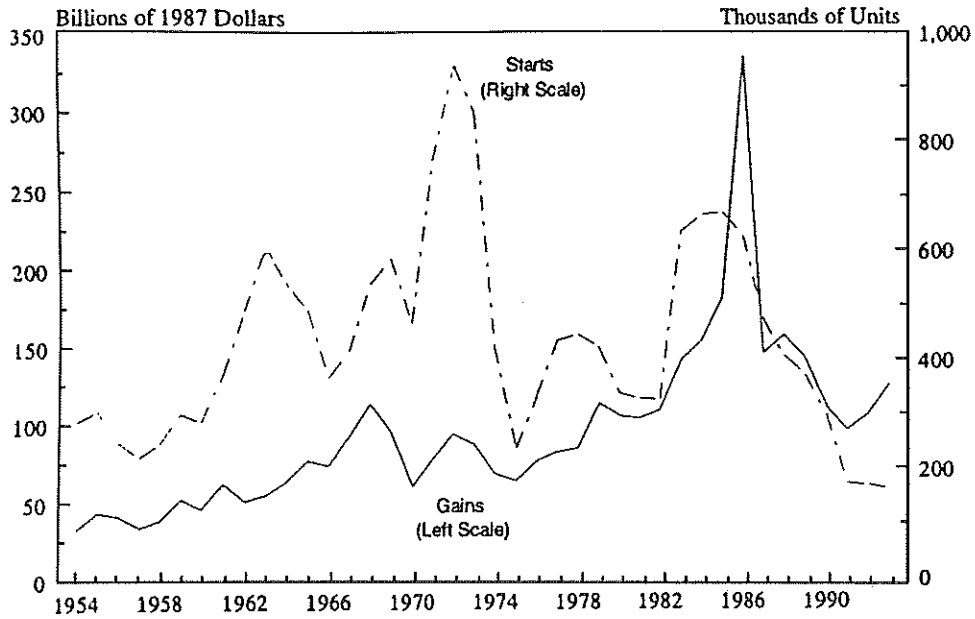
レーガン税制による不動産税制、特にキャピタル・ゲイン課税、減価償却制度に基づく所得税が不動産事業の採算に与えた影響から、米国の不動産市場に与えた影響は上述の試算からも十分想像できるが、実際に不動産市場で生じた動きを見てみよう。

図表-13 は 54 年以降の米国におけるキャピタル・ゲイン総額の推移と 1 棟に 2 戸以上ある集合住宅の着工戸数を示している。したがって、戸建て住宅の着工戸数は除外されている。

キャピタル・ゲイン総額の推移から、86 年の税制改革を前に、多額のキャピタル・ゲインが駆け込みで実現されたことが分かる。1985 年時点の総額は約 1,700 億ドルであったが、86 年は 3,200 億ドルを超えてしまった。GDP に占めるゲインの割合は 54~93 年の平均で 2.79% であるが、86 年は 7.60% に達した。

図表-13 のとおり、集合住宅着工とキャピタル・ゲイン総額の変化はほぼ一致して推移している。1972 年前後に住宅着工がピークを示したのは、ベビーブーマーが住宅需要期に入ったからである。1981 年改正による旧 ACRS は 82 年から住宅着工を刺激しており、財政赤字の改善にはつながらなかったが、同改正が不動産市場に与えた影響は甚大であり、その点は政策的な効果を得たことが分かる。

図表-13 キャピタル・ゲイン総額と集合住宅着工戸数の推移



(注) 住宅着工データはひとつの事業において、1棟に2戸以上の住居を持つものを対象としている。
 米国住宅・都市開発省によって支援された住居は除いている（1961～82年）。

(資料) Congressional Budget Office based on Internal Revenue Service. Statistics of Income Division, Individual Income Tax Return for years 1954 through 1992; unpublished Internal Revenue Service data for 1993; and Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis and Bureau of Census

IV. 結論：不動産税制の再構築と新たな役割について

1. 不動産事業を支えるキャピタル・ゲイン

これまで述べてきたように、米国の不動産市場に大きな影響を及ぼし、不動産税制を語る時に除外することができないのは、キャピタル・ゲイン課税と減価償却制度の組み合わせによる効果である。既に述べたようにUPREITの仕組みもまたキャピタル・ゲインの扱いに着目したものであり、90年代中頃からREITが急激に成長した重要な要因である。本論ではあまり触れなかったが、買換特例もいわばキャピタル・ゲインを扱った制度である。

最近、賃貸住宅REITの最大手である Equity Residential や Avalon Bay などと面談する機会を得ることができた。彼らの話においてもUPREITというキャピタル・ゲインを繰り延べる仕組みは、REITが優良な不動産を取得し、成長するにあたっては極めて重要であったようで、日本でも考慮すべきというアドバイスを受けた。

日本における不動産証券化を促進していくためには、優良な不動産の証券化商品を広く投資家に提供していくことが重要であるが、このためにも物件の提供者に対しては証券化の意義に鑑み、REITにみられるような優遇措置がとられるべきである。優良不動産を売却すると含み益から多額の税を支払わねばならない場合、売却をためらうのは当然である。しかし、優良な不動産の収益を、証券化によって個人を含めて広く一般投資家に分配していくという前提ならば、米国のREITのように含み益、キャピタル・ゲインを繰り延べていくオプションが当該不動産の所有者に与えられても良いのではなかろうか。

2. 本来のキャピタル・ゲインとは

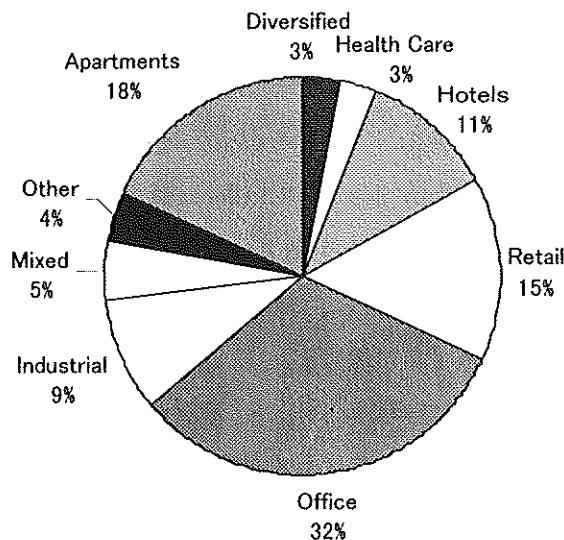
日本で不動産事業におけるキャピタル・ゲインを高めようと提案すると、おそらく、再び地価上昇を招きかねない主張と一蹴される可能性がある。昨今、株式市場では価格を高め市場を支えるために公的介入が行われることがあるが、これはまさしく投資家によるキャピタル・ロス回避し、逆に言えばゲインを得させて市場を活性化させようという試みではないだろうか。何故、不動産のキャピタル・ゲインは問題視されるのであろうか。不動産は公共的な資産であり、有効利用される必要があるということであれば、キャピタル・ゲインをインセンティブとして用い、有効利用を促進させれば良い。

残念ながら、前述のように経済団体からの税制改正要望をみても、キャピタル・ゲイン課税に関連する要請は、住宅含み損の繰り延べ程度しかない。誰もがこの点を主張することには慎重にならざるを得ない雰囲気がある。日本で問題視されるキャピタル・ゲインは、地価上昇による不労所得のことであり、経営努力によるゲインは正当に評価される必要があるし、それが社会的に好ましければインセンティブを与えるべきである。われわれはいつのまにか、バブルの後遺症か

ら不動産事業からキャピタル・ゲインを取り払う政策を誤って受け入れ、デフレ経済の最中であってもその状態を維持してこようとしていたのではなかろうか。

図表-14 1997年にREITが取得した不動産のタイプ別シェア

(総投資額：505.2億ドル)



(資料) NAREIT

米国の賃貸住宅は企業による投資の対象である。ニューヨークではLPsを用いたファンドが賃貸住宅事業に多数投資しているし、97年にREITが取得した不動産をタイプ別にみると、賃貸住宅REITは総投資額505億ドルの18%でオフィスREITの32%に次いでおり、商業店舗REITの15%を上回っている。

日本では賃貸住宅が法人企業による積極的な投資対象になることはまずないが、何故、米国ではこのような状況が存在するのであろうか。

先ほどの賃貸住宅REITとの面談で得たひとつの確信は、彼らが自己所有の不動産の維持補修、経営管理に大変努力しているという事実である。賃貸住宅の経営管理を適切に行うことによって、物件の価値を保全するとともに、入居者へのサービス拡大によって、適正な家賃の上昇を維持し、物件の価値をさらに高める工夫を恒常的に続けている。彼らが土地と建物を分けて論じることはないが、日本の場合に当てはめるならば、右肩上がりの地価上昇がない環境でも、建物の価値増加によるキャピタル・ゲインを経営努力によって確保しているわけである。米国の住宅は中古でもメンテナンスが行き届いておれば市場で高く売却することができる。しかし、日本では中古住宅、賃貸住宅の価値は、会計上の減価償却とともに低下する一方であり、地価上昇がない限りキャピタル・ゲインを得ることは困難と考えられていた。

ハーバード大学 Joint Center for Housing Studies による The State of the Nations Housing 1998

によると、97年の米国における新規着工投資額はおよそ1,200億ドルに達したが、これとほぼ同等の投資が住宅の修繕・改良に投下されているという。米国ではいかにメンテナンスが重視されているかが分かる。建設省資料によると日本で96年に投下された増改築、リフォーム工事実施額は33億ドル(3,778億円)にすぎない⁽¹⁶⁾。

3. キャピタル・ゲインと不動産投資の本質を理解した米国税制

米国の事業者は、日本よりも相対的に加速された償却を行いながらも物件の市場価値を高めることによって、正当なキャピタル・ゲインを享受しているわけである。大修繕や建増し分については、現行制度では5年で100%償却可能であり、物件の価値を維持することへのインセンティブは非常に高いが、日本では住宅ストックの質的向上を図るためのインセンティブは乏しい。米国で中古住宅流通市場が発達しているひとつの理由も住宅の価値が維持されるようなインセンティブが存在しているからである。

収益にみあった減価償却を加速度的に行うことができれば、手元資金の流動性は高まり、開発に要した債務は早く弁済することができる。再投資への余裕・意欲も出てくる。

そもそも、不動産の証券化では導管体段階の課税はなく、証券を購入した投資家段階で配当・利子などに課税されるため、加速減価償却によるキャッシュ・フローの増加分は証券化や経営コストを差し引きそのまま投資家に還元され利回り向上に寄与することとなる。このため加速減価償却制度と不動産の証券化は非常に相性の良い関係にある。

米国のレーガン税制改革では、税の中立化を図り、縦横の公平性を進めようとしたことは既に述べたし、税制調査会もその方向で審議を続けてきた。しかし、税の中立化を図るためには、様々な控除を撤廃し課税ベースを拡大すると同時に、税率を下げ広く課税することが必要である。その意味では、不動産のみならず、あらゆる産業に対する優遇措置は課税ベースの縮小につながるもので一般に好ましくない。

しかし、そのような税制改革の歴史を持つ米国においても、政策的に重要な分野には特別の配慮を行っている。産業振興のための投資減税制度はその代表だが、不動産関係でも先に述べたL I H T Cは代表的である。L I H T Cの効果は大きいですが、これは広く浅く中立的な税制を目指す場合に、個別の政策効果は縮小することを考慮してのことである。所得控除、税額控除などの特例は、比較的高い税率のもとでは効果が高いが、税率が低いと効果は縮小する。日本でも中立的税制の中で特例を設ける場合は、かなり大胆な対応が必要になるであろう。

⁽¹⁶⁾ 本論では触れなかったが、日本では土地に対する固定資産税は建物分よりも割安であるという点が以前から指摘されてきた。しかし、未だ改善された様子はない。建物の質を高めると固定資産税の負担が増えるのであれば、古い建物ストックを更新するインセンティブは働くはずがない。現行税制では、一般住宅と中高層住宅の建物の固定資産税は各々3年間で5年間は1/2に減額されるが、住宅用地の課税標準は1/3に減額される。小規模住宅用地の場合は1/6となる。現行でも建物の方が相対的に不利であるし、3年および5年が経過すれば、建物の固定資産税負担は相対的に拡大する。土地利用の観点でも戸建て住宅の方が有利な仕組みになっている。

4. 不動産税制の再構築と新たな役割に関する議論に向けて

現在、投資税額控除のような配慮は、中小のベンチャービジネスなど限られた産業・設備にかかわるものである¹⁷⁾。しかし、不動産の流動化が日本の経済に与える影響を考慮すると、米国がとったように、特定の不動産事業、例えば様々な理由で土地利用が困難な事業や企業による賃貸住宅投資などに対する①加速度償却と損金の売却・移転などの特例に関するオプション、②古く災害上危険な住宅ストックなどの改修、更新における一層の加速度償却の特例（例えば米国の5年）、③REIT類似制度とキャピタル・ゲイン課税の繰り延べ制度—などを創設していくべきである。

①は不動産市場を活性化させる効果を持つし、LIHTCにならって公営住宅などを民間企業が建設する場合にも技術的には適用可能と思われる。②は良質なストック形成を通じ、様々な都市問題の解消につながる。③は企業や個人が手放そうとしない優良な不動産の証券化、流動化に寄与し、不動産証券化や不動産特定共同事業による小口化商品の市場形成に有効である。

これらは決して再び地価上昇を促すための政策ではない。地価上昇に依存することのない経営努力によって得られるキャピタル・ゲインを前向きに評価し、あるいは特別に困難な状況下においては税制によるインセンティブを与え、不動産投資市場の形成・活性化と都市ストックの更新を促進し、日本の社会経済を変革していくための処方箋と言えよう。

¹⁷⁾ 例えば中小企業投資促進税制など。

むすびにかえて—その他の課題と展望

キャピタル・ゲイン課税と減価償却あるいは日米の税制による資本コストの違いなどについては、以下の識者の方々によって本論に関連する示唆深い指摘があり、大変参考になった。

井堀（1994）：「投資課税については、国内での投資を刺激し、外国に資本が流出しないためにも、投資促進的な税制改正が必要だろう。1980年代の後半からは、日本の資本コストは（低利にもかかわらず）税制上の要因で上昇していると考えられる」、

岩田一政（1992）：「日本のように土地が資産として保有される傾向が強い国では、アメリカ以上に証券化を活用する意義が大きいといえよう。しかし、この証券化の問題は～、土地の賃貸料から期待される収益率が低いこと、さらに土地証券保有によるキャピタル・ゲイン課税のあり方いかんで土地証券保有の魅力がかなり減少することである」、

田近栄二他（1998）：「80年代後半から90年代はじめの法人税負担の日米格差は、限界実効税率でみて9～10ポイントとなっている（日本が高い）。～むしろ、税負担の重さが低資本コストのメリットを日本企業から奪っている」

また、三國（1998）は、国内SPC法による特定目的会社を通じて特定社債と特定優先株を発行して物件の証券化を行うにしても、減価償却期間の短縮などの措置をとるべきと論じており、不動産証券化と減価償却との関係についても先見的な主張を展開されている。

LIGHTCのように特定の場合においては、税額控除や損金を第三者に売却できるような制度、そのような特殊な市場の育成が極めて有効と思われる。しかし、日本の法人税が累進税制をとっていないことから、損金の投資家への売却の余地は米国に比べて少ないという指摘があろう。その場合においては個人所得税における累進課税を利用してさらに細かな投資単位に置き換えることも検討できるし、諸外国との二国間の相互連携もひとつの方策と思われる。

財政上の負担についてはシミュレーションを要するが、直接補助によるインセンティブに比べ、経済全般では相対的に少ない財政支出で済み、事業者の経営モラルを失わせることなく政策効果を実現できると思われるが、この点は本論では対応できなかった今後の課題である。損金を一定の条件の下、別の収入と通算することについては社会的、経済的、税務的、財政的な意義や妥当性を個別に検討していくべきであり、現実には様々な観点から綿密な分析が要請されよう。

本論の内容について皆様のご指導、ご批判をいただければ幸いである。

参 考 文 献

(邦文)

- 伊豆宏 (1999) 『変貌する住宅市場と住宅政策』 東洋経済新報社
- 伊藤隆敏・野口悠紀雄 (1992) 『分析・日本経済のストック化』 日本経済新聞社
- 井堀利宏 (1994) 「貯蓄、投資と課税」 野口悠紀雄編『税制改革の新設計』第2章、日本経済新聞社、
8：シリーズ現代経済研究
- 井村進哉 (1998) 「アメリカの住宅政策における税制の位置」、海外住宅政策研究会資料
- 岩田一政 (1992) 『現代金融論』 日本評論社
- 大垣尚司 (1997) 『ストラクチャード・ファイナンス入門』 日本経済新聞社
- 岡内幸策 (1998) 『担保不動産流動化ビジネス』 東洋経済新報社
- 岡田徹太郎 (1998) 「低所得者用住宅税額控除 Low-Income Housing Tax Credit」、海外住宅政策研究会資料
- 翁百合 (1997) 「住宅金融の証券化」 岩田規久男・八田達夫編『住宅の経済学』第6章、日本経済新聞社
- 片山さつき (1998) 『SPC法とは何か』 日経BP社
- 片桐謙 (1995) 『アメリカのモーゲージ金融』 日本経済評論社
- 国土庁土地局監修、土地政策研究会編著 (1997) 『土地政策の新たな展開』 ぎょうせい
- 篠原二三夫 (1998) 「REIT-米国不動産投資信託について」 不動産カウンセラー No.18、日本不動産鑑定協会
- 須田徹 (1997) 『アメリカの税法-連邦税・州税のすべて』 中央経済社、改定六版
- 税制調査会編 (1986) 『税制の抜本的見直しについての答申・報告・審議会資料総覧』
- 高月昭年 (1994) 『不良債権の流動化対策』 きんざい
- 高月昭年 (1998) 『改正投資信託法』 きんざい
- 高梨利雄 (1994) 『日米の税制改革と租税論の展開』 勁草書房
- 田近栄二、油井雄二 (1998) 「法人税負担の日米比較-資本コストと限界実効税率による分析」 『フィナンシャル・レビュー』 大蔵省財政金融研究所3月号
- 田中啓一 (1993) 「不動産金融と税制」 石原舜介・高辻秀興編『不動産学概論』14章、日本放送出版協会
- 東条正美 (1991) 「土地税制」 山見郁雄他共著『わかる土地問題』第4章、ぎょうせい
- 滑川雅史編著 (1988) 『地価・土地問題の経済学』 東洋経済新報社
- 不動産シンジケーション協議会 (1998) 『不動産共同投資ハンドブック』 CRES
- 前川俊一 (1996) 「土地税制」 『土地市場論』第4章、清文社
- 松村徹、篠原二三夫、岡正規 (1998) 『不動産証券化の現状と展望』 ニッセイ基礎研究所
- 松村徹 (1998) 『不動産証券化進展の条件』 日本証券アナリスト協会、証券アナリストジャーナル12月号

- 三國仁司 (1997) 『不動産の証券化と方法』 東洋経済新報社
- 三國仁司 (1998) 「特定目的会社を不動産開発に利用できる枠組みが必要 (下) - 減価償却期間の短縮などの措置を」 金融財政事情
- 安井礼二 (1992) 『不動産証券化と不動産共同投資の手引き』 住宅新報社
- 綿貫伸一郎 (1995) 「土地税制の展開と役割」 山田浩之・西村周三・綿貫伸一郎・田淵隆俊編『都市と土地の経済学』 第 12 章、日本評論社

(英文)

- AEW (1999) "U. S. Housing Market Overview" Information for NLI Research Institute
- Avalon Properties, Inc. (1997) Annual Report
- Bay Apartment Communities (1997) Annual Report
- Brownlee, W. Elliot (1996) Federal Taxation in America, A Short History, Cambridge University Press
- Case, E. Karl (1993) "Investor, Developers, and Supply-side Subsidies: How Much is Enough?" Housing Policy Debate, Volume 2, Issue 2, p. 341-356
- Department of the Treasury, Internal Revenue Service (1995) "Depreciating Property Placed in Service Before 1987" Publication 534
- Department of the Treasury, Internal Revenue Service (1998) "How to Depreciate Property" Publication 946
- ERE Yarmouth(1998) "Real Estate Outlook 1998"
- Equity Residential Properties Trust (1997) Annual Report
- ESG Insignia (1998) "REITs" & "Multifamily REITs" Information for NLI Research Institute
- Lend Lease (1999) "REIT Industry, Apartment Sector Reports" for NLI Research Institute
- Mammen, D. (1999) "Capital Gain Tax" Institute of Public Administration
- Ralph L. Block (1997) " The Essential REIT"
- UBS Brinson (1999) "Discussion of Apartment REITs" Information for NLI Research Institute
- Witte, F. John (1985) The Politics and Development of the Federal Income Tax, The University of Wisconsin Press